株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ
(立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム2014 講演より)

立命館大学経営学部
桐畑哲也

目次

ERP パッケージとベーグルは、是非やりたい！？

1996 年, 仮屋薗聡一(敬称略)は, 米国ピッツバーク大学 MBA でベンチャーキャピタル(Venture Capital :以下，VC と略す)産業を学んだ後帰国，株式会社グロービスの VC 事業立ち上げの責任者となった．留学時代には，米国の主要な経済誌であるインクマガジン(Inc.Magazine)をはじめ様々な経済誌，業界紙等を読み漁り，その中で，ベーグル業界におけるベンチャー，アインシュタイン・ブロス・ベーグルズ(Einstein Bros Bagels)，ERP パッケージ業界におけるベンチャー，ピープルソフト(PeopleSoft)の躍進に注目し，“ERP パッケージとベーグル”は，日本の市場で必ずブレークすると踏んでいた.

ERP パッケージは，仮屋薗がベンチャーキャピタリスト(Venture Capitalists : 以下，VCists と略す)として 2 つ目の案件であった．仮屋薗が投資を行った ERP パッケージベンチャーは，既に 100 以上の投資家に出資を申し出たものの, そのすべてを断られていた. SAP, Oracle 等の海外勢, 国内有力企業が多数存在する業界で成功の見込みがほとんどないとみられたためだ．仮屋薗は, このベンチャーの経営陣が主張する “人事関連ソフトでの一点突破” “大手を出し抜くステルス的なマーケティング”との経営方針を高く評価，創業間もないこのベンチャーに投資した．投資後は，“経営者の雑用係”として奔走，この ERP パッケージベンチャーは，創業から 5 年 5 か月で新規株式公開(IPO)を果たした.

ベーグルは，VCists としての３つ目の案件．米国から，同事業を日本で立ち上げるために帰国した起業家と意気投合し，事業化にまい進した．仮屋薗自身は，CFO(Chief executive officer)的役割を担うと共に，グロービス社内の絵心のある人材に，会社のロゴ等を作ってもらった．ベーグル事業は，結果，M&A という EXIT．IPO には至らなかった.

株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズの VCists が指針とすべき「ベンチャーキャピタリスト十二訓」．仮屋薗が主導して，後輩の VCists のために作ったものである.

- 投資する会社を探すな，投資するテーマを探せ．それから適切な経営チームを探せ．無ければコンバートを試みるべし．そこが腕の見せどころ -

- お金を売るな，自分を売れ．経営者から，投資・経営参画してほしい，と先に言われて，初めて上等 -

日本における独立系ハンズオン志向型 VC の草分けとして，ベンチャー経営者のよき参謀たろうと歩んだ仮屋薗のトライアンドエラーが,「ベンチャーキャピタリスト十二訓」に滲む.

Ⅰ　株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ

株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ(以下，GCP と略す)は，株式会社グロービス(以下，グロービスと略す)グループのベンチャーキャピタル(Venture Capital :以下，VC と略す)部門を担う．創業期及び成長段階の起業家及びベンチャー企業に，資金提供のみならず，成長に必要な経営資源を支援するハンズオン(Hands-on)志向型 VC の日本における草分けとして，1996 年に事業をスタートさせた．外資系 VC ファームとの合弁事業を経て，2006 年から，現在の形態となっている[1]．1996 年の第 1 号ファンド，Globis Incubation Fund から，合わせて 4 つのファンドを設立運営, 既に投資活動を終えた 3 つのファンドの実績では, 投資先企業 102 社, IPO(Initial public Offering: 新規株式公開)を果たした企業は 21 社に上る[2](図表 1，2 参照).

Ⅱ　日本の VC 業界

経済協力開発機構（Organization for Economic Co-operation and Development : 以下，OECD と略す）諸国における 2012 年の年間 VC 投資額を見ると，米国が，26652.4 ドルと突出しており，続いて，日本が 1553.6 ドル，カナダが 1470.1 ドル，英国が 929.1 ドル，イスラエルが 867.0 ドル，フランスが 710.5 ドル，ドイツが 706.2 ドル，韓国が 606.9 ドル等と続く(OECD, 2013:89)．日本は，米国の 17 分の 1 以下だが，第 2 位につける．一方，年間 VC 投資額を対国内総生産比でみると，イスラエルが最も高く，0.36%，続いて，米国が 0.115%となっており，以下，カナダ(0.08%)，ハンガリー(0.066%)，スウェーデン(0.054%)，アイルランド(0.054%)，韓国(0.054%)と続く．日本は 0.026%と，フランス(0.027%)よりやや小さく，ドイツ(0.021%)よりやや大きいレベルとなっている(OECD, 2013:89)．OECD(2013)が「ベンチャーキャピタル投資は，(中略)，イスラエル，米国の例外を除いては，GDP の 0.05%から 0.02%程度となっている(OECD，2013:88)」と指摘するように，人口 700 万人を超えるレベルながら，ハイテクスタートアップの輩出，VC 投資で成功を収めるイスラエルを除いては，米国が，絶対額，対国内総生産比で見ても，他の OECD 諸国を圧倒している．

日本初の民間 VC は，1970 年に，京都の経済同友会が母体となって設立された京都エンタープライズディベロップメントである．京都エンタープライズディベロップメントは，「ハイテクノロジーをもった中小企業の育成，京都における知識産業振興(オムロン株式会社社内資料「京都エ

1　1999 年，欧米を中心にプライベートエクイティ及び VC 投資を展開するエイパックス（Apax Partners）と共同のファンド，エイパックス・グロービス・ジャパンファンド（Apax Globis Japan Fund）立ち上げに伴い，合弁会社としてエイパックス・グロービス・パートナーズ(Apax Globis Partners)を設立，2006 年には，グロービス・ファンドⅢ(Globis Fund III)立ち上げに伴い，ファンドのアドバイザリー会社として，現在の株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ Globis Fund III(Globis Capital Partners)を設立した.

2　2014 年 7 月現在.

ンタープライズディベロップメント(株)」)」の役割を担い，ハンズオン投資を志向する VC として設立されたが，わずか 2 年で解散に追い込まれる．以降，日本の VC 業界においては，銀行，証券等の系列 VC が，業界の多数を占めたてきた他，株式公開直前等，既に成熟している企業に対する投資割合が高く，創業まもない起業家への投資には，あまり積極的ではないとされた(Hamao, Packer and Ritter, 2000)．また，ハイテク分野への投資パーセンテージも，それほど高くないことが，日本のイノベーションシステムにおける課題として指摘されてきた(OECD , 2003, OECD, 2008).

しかし，GCP が業界に参入した 1990 年代後半に日本の VC 業界は転機を迎える．1990 年代後半以降，景気の変動に伴う曲折はあるものの，1990 年代後半以前と比較すると，日本の VC 業界は，大学発ベンチャーに代表されるインターネット，バイオテクノロジー，ナノテクノロジー等，ハイテク分野，且，成長初期のベンチャーへ投資や，投資先の育成に力を入れるハンズオン志向型 VC が増加する.

財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編(2012)によると，2010 年の日本の VC 投資における新規投資先成長段階別構成比率(金額ベース)は，レイターステージが 33.1%，エクスパンションステージが 34.4%，アーリーステージが 28.1%，シードが 4.4%となっている．新規投資先成長段階別構成比率の変遷をみると，1990 年代後半までは，日本の VC の投資先は，多くが社歴 10 年以上の企業が多数を占めていた．しかし，1990 年代後半以降，特に，2000 年から 2003 年にかけては，シード，アーリーステージを合わせた新規投資企業への投資割合が 60%前後に増加する等，急速に成長初期企業への投資にシフトした．ただ，その後，減少傾向となるものの，2010 年でみると，シード，アーリーステージを合わせた新規投資企業への投資割合は，30%強のレベルとなっている．1996 年には，現在のシードにあたる「設立投資」は 3.2%，アーリーにあたる「設立後 5 年未満」は 13.8%で，一方，社歴 20 年以上の新規投資先の割合が，37.8%に上っている(通商産業省編，1996)ことと比較すると，日本の VC 業界では，歴年による増減はあるものの，成長初期企業への投資に注力する傾向にあることがわかる.

投資先企業の業種をみると，投資先成長段階と同様に，1990 年代後半以降，IT，バイオテクノロジー等，研究開発型ベンチャーの投資が増加している．財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編(2012)によると，2010 年の VC 投資における投資先企業の業種は，IT 関連が 31.7%，バイオ／医療／ヘルスケアが 13.7%となっている．一方，新規投資先成長段階別構成と同様に，1996 年の調査をみると，「その他の卸売業，小売業(商社を除く)」が最も多く，「その他製造業」「一般機械機器製造業」「貸金業，投資業等非預金信用機関」と続き，食品，建設等従来型業種へも幅広く投資がなされている.

Ⅲ　経営ビジョン，チーム，投資領域，投資先成長段階

まず，GCP の経営ビジョン，チーム，そして，投資領域・投資先成長段階について述べる．

1　経営ビジョン

GCP は，「資金提供（カネ）だけではなく，成長分野に関する産業知見と投資先支援経験(チエ)，優秀な人材へのアクセスとグローバルなネットワーク（ヒト）等，ベンチャー企業の成長に必要な経営資源を投資先に提供するハンズオン志向型 VC として，ヒト・カネ・チエのプラットフォームとなり新産業の創造に寄与する」ことをビジョンとして掲げる．

VC 投資について，仮屋薗は「有望な企業をいち早く見つけ投資，経営支援を通じて，小さな企業が大きく成長する．それによって，買った時の株価と売る時の株価に『キャピタルゲイン』が生じる(仮屋薗,2014)」ビジネスと説明する．GCP では，VC 投資プロセスを，有望なベンチャー企業を探す「(1)案件開発(Sourcing)」，ベンチャー企業（経営者）と VC の利害が一致するように，契約条件を組み上げ，資金を入れ，株式を取得する「(2)投資実行(Structuring)」，事業開発（戦略立案，実施支援など），組織開発（経営陣コーチング，採用支援など），財務開発（資金調達，資本政策など），その他，戦略提携支援等を通じて，経営を支援する「(3)経営支援(Value-add)」，株式の一部（持分のみ）を他者に譲渡する，又は，会社全体を売却する「(4)持分売却(ExIT)」の大きく 4 つのプロセスで説明する(図表 3 参照)．この内，GCP の最大の特徴は「(3)経営支援(Value-add)」にある(仮屋薗聡一マネージング・パートナー，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演，2014 年 2 月 3 日)とされる．

2　チーム

GCP では，「起業家の想いと共鳴し，個々の専門性を携えて集結したプロフェッショナル・チーム」を掲げ，堀義人代表パートナー(以下，敬称略)，仮屋薗マネージング・パートナーのもと，今野穣パートナー(以下，敬称略)，高宮慎一パートナー(以下，敬称略)の 4 人のもとに，インベストメントプロフェッショナル 5 人の体制を取っている．

堀は，商社を経て，1992 年にグロービスを設立，1996 年グロービス・キャピタルを設立している．2006 年 4 月には，グロービス経営大学院を開学し，学長に就任している．仮屋薗は，シンクタンクを経て，1996 年，グロービスの VC 事業設立に参画した．1 号ファンド，ファンドマネジャーを経て，1999 年エイパックス・グロービス・パートナーズの設立に伴い，パートナー就任している．これまでに担当，また，現在担当している投資先としては，ワークスアプリケーションズ，オイシックス，ユーザベース，イード，スターフェスティバル等がある．今野は，コンサルティングファームにおいて，中期経営計画策定，営業オペレーション改革等のプロジェクトマネジャーを経て，2006 年 7 月 GCP に入社している．IT 関連分野の投資領域におけるリーダーを

務め，これまでに担当，また，現在担当している投資先としては，インタラクティブブレインズ，メタキャスト，ビープラッツ，SAVAWAY，キラメックス，みんなのウェディング，美人時計，ブイキューブ，VASILY，QUIPPER LIMITED，ワンオブゼム，スマートニュース等がある．高宮は，コンサルティングファームにおいて，プロジェクト・リーダーとしてITサービス企業に対する事業戦略，新規事業戦略，イノベーション戦略立案などを担当した後，2008年9月GCPに入社している．現在は，IT領域の投資を担当し，これまでに担当，また，現在担当している投資先としては，カヤック，ゆめみ，nanapi，オークファン，ピクスタ，ビヨンド，ランサーズ，メルカリ等がある．

GCPでは，パートナー及びインベストメントプロフェッショナルを「起業家と信念・情熱を共有する戦友であり，指南役たる存在」と位置付け，「Entrepreneur behind Entrepreneur」をモットーに，起業家精神を常に失わず，同じ目線での価値観を共有しつつも，産業・事業への洞察力と戦略・組織構築のノウハウに磨きをかけることを求めている．GCPが定める「ベンチャーキャピタリスト十二訓」は，VCistsとしてのネットワーク構築等の自己研鑽，ベンチャーの本質，投資にあたってのポイント，投資先へのコミットメント，起業家との長期的な関係等，多岐にわたってGCPのVCistsの在り方を指摘している(図表4参照).

3　投資領域・投資先成長段階

(1)投資領域

GCPは，日本企業への投資にフォーカスしている．その理由として「日本企業の技術やサービスが，日本国内のみならず，世界市場で勝負し成長できると確信しているから」(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014年1月23日)と説明する．その上で，GCPでは，投資先として，成長著しいアジア市場への展開を視野に入れた「イノベーション創造ビジネス」と，規模感を持つ国内市場をメインに変革を行う「トランスフォーメーション変革ビジネス」に特に注力しているという．

「イノベーション創造ビジネス」は，コンシューマー・インターネット，テクノロジー，サービスに分類，GCPでは，ハイリスクハイリターンの領域と位置付けている(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014年1月23日)．この内，コンシューマー・インターネットは，ブロードバンド，スマートフォンのグローバルでの急速な普及を背景に日夜新しいサービスが誕生しているとした上で，最先端のIT，モバイルインフラ，洗練された消費者を有する日本の強みを，グローバル市場で活かせる投資領域と位置づけている．一方，テクノロジーは，ITのバリューチェーンが広がり，よりグローバルになる中，それを支えるテクノロジーは日々進歩しているとした上で，ミドルウェアから川上に位置する，ソフト・ハードの技術力で世界市場を狙う投資領域と位置づけている．

「トランスフォーメーション変革ビジネス」は，企業向けITソリューションとIT活用サービスに分類，

GCP では，ミドルリスクミドルリターンの領域と位置付けている(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日)．企業向け IT ソリューションは，日本の 400 万社に上る企業が抱える，グローバル競争激化による業務効率化・コスト削減へのニーズ，更に，IT を活用した自社製品・サービスの刷新ニーズに着目した投資領域とする．一方，IT 活用サービスは，規模感ある国内市場において，旧態依然としたサービス業界に IT による変革を起こすことにより高い成長を実現する投資領域と位置づけている．

(2)投資先成長段階

GCP では，「ベンチャーキャピタル投資」「グロースキャピタル投資」の 2 つの段階にそれぞれ投資を行っている．「ベンチャーキャピタル投資」は，主としアーリーステージ，ミドルステージのベンチャー企業を対象とし，その投資スタイルの特徴として，起業家と共にビジネスを創造する，を指摘する．1 社に対する平均投資額は 3 から 5 億円で，リードインベスターとして社外取締役に入り，戦略構築，組織構築，アライアンス支援等，投資先企業の成長に合わせ，必要かつ重要となる各種経営支援を行う[3]．「グロースキャピタル投資」は，レイター，プレ IPO ステージのベンチャー企業，及び，大企業の戦略シフトによるノン・コアビジネスのカーブアウト案件も対象としている．成長拡大期に必要な大型の資本を提供し，継続成長に必要な各種の経営支援や，IPO に向けた資本政策エクイティストーリー策定支援を行う[4]．

Ⅳ　事業展開，出資者及び投資パフォーマンス

1　事業展開

GCP は，業務開始と同じ，1996 年に，ファンド総額 5.4 億円の第 1 号ファンド，Globis Incubation Fund を設立した．ジェネラルパートナー(General Partner)として，堀，仮屋薗，それに，法人としてのグロービスが，合わせて 4000 万円を出資，残りの 5 億円は，リミテッドパートナー(LimITed Partner)である機関投資家，事業会社からの出資という構成であった．第 1 号ファンド，Globis Incubation Fund は，投資先数 13 社，その内，IPO を果たした企業は 6 社である．同ファンドは，12 倍の投資回収を実現した(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日)．仮屋薗によると，起業家・ベンチャー企業に，事業資金の提供のみならず，経営支援を行う

3　仮屋薗聡一マネージング・パートナーによると，追加投資を含めて最大 10 億円程度とされる．

4　グロービス・キャピタル・パートナーズのポートフォリオ企業(図表 5)のデータをもとに算定したところによると，GCP のポートフォリオ企業の投資時点での設立後経過年数の平均は，全体平均で 4 年 2 か月，アーリーステージで 2 年，ミドルは 4 年 7 か月，レイター等は 10 年 2 か月となっている．また，GCP による初回投資から IPO 達成までの平均年数は，全体平均で 3 年 11 か月，アーリーステージで，5 年 6 か月，ミドル，レイターで同じく，2 年 4 か月となっている．

独立系 VC は，当時，日本にはなく，この時期は，様々な角度から企業への経営支援を行うことで VC としての基盤を築く時期となったという(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日).

この時期の主な投資先としては，企業向け IT ソリューション領域では，ERP パッケージ開発・販売・サポートのワークスアプリケーションズ，サービス領域では，ベーグル専門店 BAGEL&BAGEL 運営のドリームコーポレーション, コンシューマー・インターネット領域では, マーケットリサーチ，情報配信のフィスコ，インターネット関連，インベストメント＆インキュベーション事業のネットエイジ等がある.

この内，ワークスアプリケーションズは，設立と同時期の 1997 年 10 月に第 1 回目の投資，その 4 年 2 か月後の 2001 年 12 月は，JASDAQ 市場に新規株式公開を果たした．また，ネットエイジも，設立と同時の 1998 年 12 月に第 1 回目の投資を行い，2006 年 8 月には，東証マザーズ市場に新規株式公開した他，フィスコも，1999 年 7 月に第 1 回目の投資，2006 年 6 月には，大証ヘラクレス市場に新規株式公開した．また，ドリームコーポレーションも，設立と同時の 1997 年 12 月に第 1 回目の投資を行い，その後，M&A によるエグジットとなる等，設立間もない時期の投資案件を着実にエグジットに導いている(図表 5 参照).

1999 年 9 月には，欧米を中心にプライベートエクイティ及び VC 投資を展開するエイパックス（Apax Partners）と共同でエイパックス・グロービス・パートナーズ設立した上で，第 2 号ファンド，Apax Globis Japan Fund を設立した．このファンド設立の背景には，1998 年春，エイパックスの創業者アラン・パトリコフ氏が，アジア進出を計画していると知った堀代表パートナーが自らニューヨークに行き説得し,「他の日本の提携先との契約を解消してまでグロービスを選んでもらった(日経金融新聞，2007 年 3 月 7 日付)」というエピソードがある.

ファンド総額は，200 億円，投資社数は 47 社，IPO 達成企業は，8 社である．仮屋薗によると，この間，エイパックスとの共同での投資活動を通じ，投資先への欧米流のハンズオン支援，グローバルスタンダードのファンド運営手法を確立したという．その一方，エイパックスとの共同運営は，投資先の選定などに時間を要したとされ，ファンドで集めた資金は通常 3 から 4 年で投資を完了することが一般的であるが, 堀代表パートナーは,「7 年かかった（日経金融新聞, 2008 年 1 月 21 日付）」と指摘する．また，仮屋薗によると，同ファンド運営では，IT 系は，十分な投資リターンを上げたが, 半導体等, 資金インテンシブな分野が苦戦したとされ, この経験が, GCP をして，個々の VCists が精通する分野への回帰と共に，出資者ファーストの経営の重要性を認識させたとされる(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日)

この時期の主な投資先としては，コンシューマー・インターネット領域で，SNS，無料ゲーム等のインターネットメディア事業のグリー，企業向け IT ソリューション領域では，クラウドやモバイルデバイスに対応したソリューションを提供するリアルコム，スマートフォン，タブレッ

ト端末のソリューション提案のユニバーサルソリューションシステムズ，サービス領域では，IT分野に特化した職種の派遣，紹介予定派遣を行うパソナテック，デジタルアニメ制作のGDH（現ゴンゾ），IT活用サービス領域では，外国為替証拠金取引（FX）事業のマネースクウェア・ジャパン，テクノロジー領域では，高性能・低消費電力の3次元グラフィックプロセッサ開発・販売のディジタルメディアプロフェッショナル等がある(図表5参照).

この内，グリーに対して，創業から7か月後の2005年7月に第1回目の投資を行い，その3年5か月後には，2008年12月，東証マザーズに新規株式公開した他，GDH，ディジタルメディアプロフェッショナル，リアルコムも，東証マザーズ，また，ユニバーサルソリューションシステムズは，JASDAQ，マネースクウェア・ジャパンは，ヘラクレスに株式公開している．この時期のGCPは，設立投資に限らず，アーリーから，ミドル，レイター，プレIPO，さらには，カーブアウト案件まで，幅広く手掛けている.

2006年には，GCP単独で，180億円の第3号ファンド，Globis Fund Ⅲを設立した．2014年7月時点で，投資先数は44社である．GCPによると，第1号ファンド，第2号ファンドの運営で蓄積された投資先育成経験，産業知見，人的ネットワークをもとに，日本発グローバルで活躍するベンチャー企業の創造に取り組んだという．資金の半分を設立間もない企業に投じる一方，上場が視野に入った企業にも25%程度の資金を振り向け,安定した投資回収を狙ったとしている(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014年1月23日).

この時期の主な投資先として，既に新規株式公開した企業としては，IT活用サービスでは，ライフデザインサポートのIBJ，インターネット生命保険販売のライフネット，スポーツ・音楽・学童などイベントにおける写真撮影のフォトクリエイト，インターネット経由写真プリントサービスのしまうまプリントシステム，有機野菜等食材宅配のオイシックス，コンシューマー・インターネット領域では，化粧品・美容総合ポータルサイトの企画・運営のアイスタイル，オークションおよびショッピング統計・検索サイト運営のオークファン，企業向けITソリューション領域としては，ビジュアルコミュニケーションサービス提供のブイキューブがある（図表5参照）.

2　出資者及び投資パフォーマンス

GCPによると，これまでの第1号から第3号までのファンド出資者の80%は，機関投資家であり，出資者の国別構成は，米国50%，欧州20%，日本20%，日本を除くアジアが10%というグローバルな出資者の地域構成となっている．また，GCPによると，第1号ファンド，Globis Incubation Fund，第2号ファンド，Apax Globis Japan Fundは，投資先社数60社の内，16社がIPOとの実績で，世界的なVC，プライベートエクイティの調査会社，ケンブリッジ･アソシエーツ（Cambridge Associates）のCambridge Associates LLC U.S. Venture Capital Indexにおいて，いずれも，トップ25%に入るパフォーマンスを実現したという(仮屋薗聡一MPインタビュー，2014年1月

23 日).

V　投資サイクル - 案件開発，投資実行，経営支援 -

GCP は，ハンズオン志向型 VC として，個々の VCists が高い経営支援力を有することを，その発展，市場での評価のカギとみている．以下，GCP の投資サイクル，以下では，特に，案件開発，投資実行，経営支援について述べる．

1　案件開発，投資実行

GCP の案件開拓，投資実行は，GCP のネットワークにより独自の投資事業機会を起業家と共に創造することを目指しているとされる．仮屋薗によると，案件開発，投資実行は，「人を探す」「テーマを探す」プロセスで，デューディリジェンス（Due diligence）のポイントとして，「1. 市場」「2. 競争戦略」「3. 組織」「4. 事業計画」「5. 投資利益(IPO 確率)」の５つを挙げる．アーリーステージの投資先候補であれば，「1. 市場」「3. 組織」を重視した評価，レイターステージの投資先候補であれば，「4. 事業計画」「5. 投資利益(IPO 確率)」を重視する．デューディリジェンスの段階では，できるだけ多くのレファレンスを実施し，シナリオアナリシス，仮説及び検証のプロセスを，社内で繰り返し，最終的に投資案件を決定するという(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日).

GCP は，投資先となる起業家・経営者のあるべき資質として，「目線(ビジョン・ミッション)」「覚悟(リーダーシップ)」「成長(モチベーション／持つ・与える)」の重要性を指摘した上で，その経営チームには，「ケミストリーとケイパビリティ」「成長性と拡張性」を求めるとする(仮屋薗聡一マネージング・パートナー，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演，2014 年 2 月 3 日)．その上で，投資先の最終的な決定について，仮屋薗は，GCP ベンチャーキャピタリスト十二訓の「五，ベンチャーは，不確実性の塊だ．出来ない理由を語れる人は，数多くいる．その時こそ，自身がビジョン，戦略，経営者を信じきれるか今一度反芻せよ．究極のリアリストであり，ロマンチストであれ．不安を感じるところから動き出す一歩に，あなたの進化が始まる」に基づき，意思決定されるとし，その難しさを説明する(仮屋薗聡一マネージング・パートナー，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演，2014 年 2 月 3 日).

2　経営支援

仮屋薗によると，経営支援は，メンタリング・コーチング，ガバナンス等に着目する「(1)経営陣支援」，ベストプラクティスを追及する「(2)戦略開発・組織開発支援」，ヘッドハント・人材セミナー等「(3)人材支援」，調達，EXIT 等「(4)財務支援」で構成される(仮屋薗聡一マネージング・パートナー，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演，2014 年 2 月 3 日).

仮屋薗によると「(1)経営陣支援」「(2)戦略開発・組織開発支援」では，役員会への出席はもちろん，役員会の進め方自体にも助言を行い，経営に必要な意思決定のプロセス，中長期の経営方針に助言を行う他，「(3)人材支援」では，担当する VCists 自身による人材募集，採用セミナー，ヘッドハント支援に加え，グルービスのビジネススクール卒業生を投資先の管理職として派遣する等，組織の改善，改革を支援する(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014年 1 月 23 日)．これについて，仮屋薗は「事業の成長に見合う組織開発や人事制度の助言が当社の強み」と述べ，「(3)人材支援」を GCP の最大の強みと指摘する．さらに「(4)財務支援」では，これまで投資先を上場させた経験をもとに，証券会社や機関投資家との交渉等，上場関連の助言を行う他，EXIT 創造力を発揮し，IPO 向け資本市場への効果的なエクイティストーリーを構築すると共に，戦略的提携による M&A を実現するとしている(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日)という．

こうした経営支援は，VCists による戦略立案推進力，マネジメント強化力，組織構築力，採用支援力，アライアンス構築力，産業洞察力が求められる．GCP では，VCists に求められる「見通す（洞察力）」「掴む（人間力）」「信じる・育む（包容力）」「思い切る（決断・実行力）」「楽観（運・縁）」(仮屋薗聡一マネージング・パートナー，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 講演，2014 年 2 月 3 日)を，個々の VCists が最大限高めることを GCP の基本に据え，「経営支援力に優れたベンチャーキャピタルとして市場の評価を高めたい(仮屋薗聡一マネージング・パートナーインタビュー，2014 年 1 月 23 日)」と意気込む．

謝辞

本事例研究は，立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2013 における株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズの仮屋薗聡一マネージング・パートナーの講演をベースに作成したものである．また，本事例研究作成あたっては，資料の提供，及び，追加のインタビューにご協力頂いた．仮屋薗聡一マネージング・パートナーはじめ株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズの関係者に対し，特にここに記して謝意を表する．

図表 1　株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズの概要

社名	株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ GLOBIS CAPITAL PARTNERS & Co.
設立年	2006 年
代表取締役	堀義人
住所	〒102-0084　東京都千代田区二番町 5-1　住友不動産麹町ビル 5F
累計運用総額	500.4 億円 96 年 Globis Incubation Fund 5.4 億円 99 年 Apax Globix Japan Fund 200 億円 06 年 Globis Fund III 180 億円 14 年 Globis Fund IV 115 億円
出資構成	国内外の機関投資家，金融法人，事業会社，ファミリーオフィスにより構成
投資先ステージ	アーリー～Pre-IPO 投資
1 社当たり出資	1-10 億円＋/社

出所: 株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ　ホームページ(http://www.globiscapital.co.jp/)及び仮屋薗(2014)より作成

図表 2　株式会社グロービスの沿革

1992 年	株式会社 グロービス設立
	グロービス・マネジメント・スクール（GMS)事業開始
1993 年	大手通信会社のマネジメント研修受注　企業内集合研修事業開始
	グロービス・マネジメント・スクール大阪校開校
	ハーバード・ビジネス・スクールのケース日本語訳開始
1994 年	日本初のケーススタディを用いた通信教育開始
1995 年	『MBA マネジメント・ブック』出版　書籍の出版が本格化
	グロービス経営研究所（GMI）事業開始
1996 年	英国国立レスター大学とのジョイント MBA プログラム開始
	グロービス・インキュベーション・ファンド（グロービス第 1 号ファンド：5.4 億円）設立
1997 年	マネジメント・スキルのアセスメント事業（GMAP）開始
1998 年	**エイパックス・グロービス・ジャパン・ファンド（グロービス第 2 号ファンド：200 億円）設立**
1999 年	株式会社グロービス・マネジメント・バンク(GMB)設立
2000 年	e ラーニングのコンテンツ提供開始
2003 年	オリジナル MBA プログラム GDBA(Graduate Diploma in Business Administration) 開講
	グロービス・マネジメント・スクール名古屋校開校
2005 年	経営幹部向け，グロービス・エグゼクティブ・スクール（GES）開校
2006 年	通信教育と e ラーニングを提供する，グロービス・オンライン・スクール（GOS）開校
	グロービス経営大学院（経営研究科　経営専攻）開学（東京・大阪）
	英語による，グロービス・インターナショナル・スクール（GIS，後に IMBA）開講
	オンライン経営情報誌 GLOBIS.JP 開設
	グロービス・ファンドⅢ（グロービス第 3 号ファンド：180 億円）設立
2007 年	名古屋校にてグロービス・オリジナル MBA プログラム GDBA 開講

	英語によるカスタマイズ型グローバルリーダー育成研修を開始
2008 年	グロービス経営大学院大学の設置者を，学校法人へ変更
2009 年	名古屋校にてグロービス経営大学院(経営研究科 経営専攻)開校
	グロービス経営大学院インターナショナル MBA プログラム(IMBA)開講
2010 年	企業の人材育成責任者向け CLO(Chief Learning Officer)会議を開始
2012 年	中国・上海に現地法人「顧彼思(上海)企業管理諮詢有限公司」を設立
	グロービス経営大学院(経営研究科 経営専攻)仙台校開校
	シンガポールに 100%子会社「GLOBIS SINGAPORE」を設立
	グロービス経営大学院，「全日制の英語 MBA プログラム」開講
2013 年	グロービス経営大学院(経営研究科 経営専攻)福岡校開校
	グロービス・ファンドⅣ(グロービス第 4 号ファンド)新組成
	在シンガポールの子会社を「GLOBIS Asia Pacific」へ名称変更

出所：株式会社グロービスのホームページ(http://www.globis.co.jp/)より再作成

図 3　グロービス・キャピタル・パートナーズの投資プロセス

案件開発
(Sourcing)

- 有望なベンチャー企業を探す

投資実行
(Structuring)

- ベンチャー企業（経営者）とVCの利害が一致するように、契約条件を組み上げ、資金を入れる
- 株式を取得する

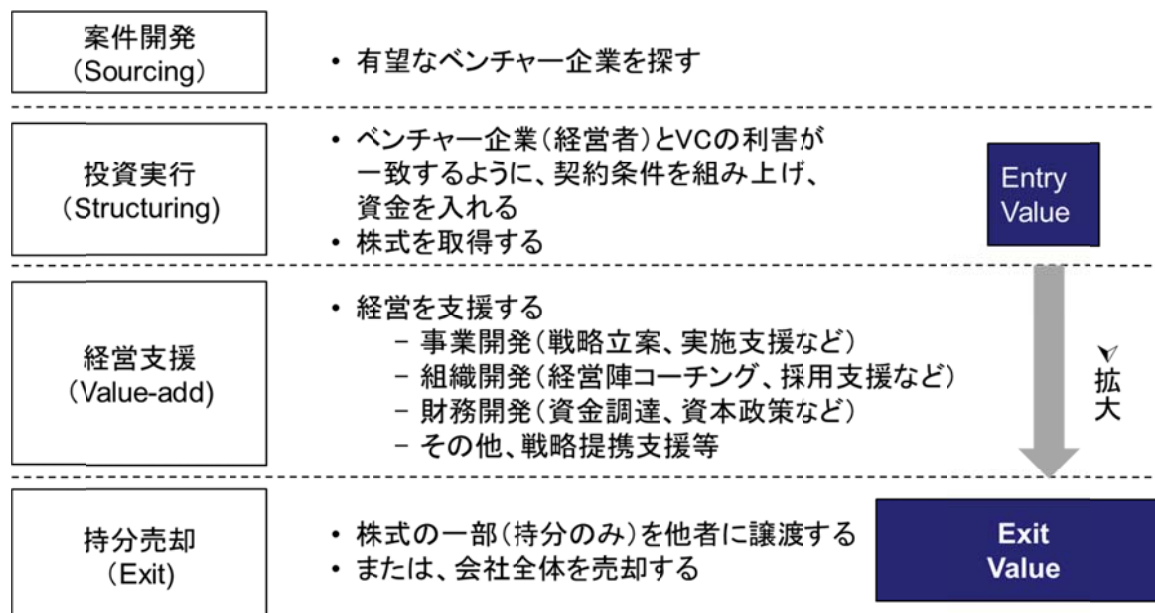
経営支援
(Value-add)

- 経営を支援する
  - 事業開発（戦略立案、実施支援など）
  - 組織開発（経営陣コーチング、採用支援など）
  - 財務開発（資金調達、資本政策など）
  - その他、戦略提携支援等

拡大

持分売却
(Exit)

- 株式の一部（持分のみ）を他者に譲渡する
- または、会社全体を売却する

Exit
Value

出所：仮屋薗(2014)

図表４　ベンチャーキャピタリスト十二訓
一，優秀な人材のいる場所，時間，きっかけを探せ．そこに何度でも通って，一人一人と，仕事ではなく，しっかりと友人になれ．やがて自分自身が，人材の集まる場となる．
二，人との出会いは，全てがファン作りの機会．自身の持っている経験や知識を，相手の立場に立って惜しみ無く差し出せ．
三，投資する会社を探すな，投資するテーマを探せ．それから適切な経営チームを探せ．無ければコンバートを試みるべし．そこが腕の見せどころ．
四，お金を売るな，自分を売れ．経営者から，投資・経営参画してほしい，と先に言われて，初めて上等．
五，ベンチャーは，不確実性の塊だ．出来ない理由を語れる人は，数多くいる．その時こそ，自身がビジョン，戦略，経営者を信じきれるか今一度反芻せよ．究極のリアリストであり，ロマンチストであれ．不安を感じるところから動き出す一歩に，あなたの進化が始まる．
六，経営陣に対し，評論家然，投資家然とした態度で臨んではならない．中長期を見据え，功を急がず，燦然と進むべき方向を指し示す北極星のごとき存在であれ．
七，最先端の経営知が，日々ベンチャーが直面する課題とトライ＆エラーの中で生まれている．経営支援は，決して机上では学べない．あなたは，数多くの優秀な経営陣とその最前線を共有し，ベストプラクティスのハブになれ．
八，ベンチャーは，逆境の塊だ．だが，困難は進化の礎．嵐にあってこそ，より迅速に動き，泰然自若，笑顔を忘れるな．それが，皆の勇気につながる．
九，誰にでも，撤退すべき時は必ずある．最悪なのは，ものごとにこだわりすぎ，致命傷になるまで深追いしてしまうことだ．撤退する時は，全速力で．そしてその失敗を，必ず次の糧とせよ．
十，経営者にとって，投資家の言葉は重く鋭き斧．厳しきことを言う時こそ，一呼吸置き，相手の心相を汲む優しさを忘れるな．
十一，ExIT では，天時・地利が不可欠である．それに備え，見極めよ．ただし，遂行においての最重要は人和となる．
くれぐれも人事を尽くし，ことあらば人の痛みを引き受けよ．
十二，時を経て，一旦の成功を為し得た時，かつての夢見る若き起業家は，先進の経営者に，新卒だった若者は頼もしいマネージャーとなっていることに，あなたは気付き，そして共に喜びを分かちあうだろう．その永かった道程に，あなたは真の報酬を見出だす．
出所 : 株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ　ホームページ(http://www.globiscapital.co.jp/)より再作成

図表 5　グロービス・キャピタル・パートナーズのポートフォリオ企業

会社名	代表	事業概要	設立	初回投資	投資時段階	EXIT
アイディ	石田謙三	データコム，テレコム両分野がターゲット．次世代通信規格WDM-PON のキーデバイスを企画・販売	2004 年 6 月	2009 年 6 月	Middle	
a2network	門田朗人	MVNO/MVNE サービス事業．ドイツ，ベルギー，英国，タイ，シンガポールで現地キャリアより回線を調達し音声 MVNO 事業を展開．	2005 年 11 月	2007 年 10 月	Early	
eSionic Corp	SrinivasNimmagadda	物質表面の分子変換技術（molecular engineering）．用途はエネルギー・ストレージと半導体基板等電子機器関連	2011 年 7 月	2008 年 5 月	Middle	
グリーンロードモータース	小間裕康	次世代自動車製造エコシステムの開発，完成車の製造販売	2010 年 4 月	2013 年 7 月	Middle	
ノンストレス	坂野尚子	ネイルサロン「ネイルクイック」の運営等	1996 年 1 月	2013 年 2 月	Later/Pre-IPO	
コマース 21	細田洋平	総合的なモール運営やモバイルショップなどにも活用できるパッケージソフト「Commerce21」で本格的な EC サイト構築，運用．	1999 年 12 月	2008 年 12 月	Later/Pre-IPO	
オイシックス	高島宏平	有機野菜などの食材宅配によるナチュラル&オーガニック ネットスーパー．	2000 年 6 月	2011 年 3 月	Later/Pre-IPO	IPO：マ
ユーザベース	梅田優祐 新野良介	企業，産業分析を行う全てのナレッジワーカーを全面的に支援するナレッジプラットフォーム企業．SaaS 型 Web サービス提供．	2008 年 4 月	2012 年 8 月	Middle	
イード	宮川洋	マーケティング・プラットフォーム企業	2000 年 4 月	2011 年 3 月	Carve-out	
スターフェスティバル	岸田祐介	有名店の弁当・ケータリング検索サイト「ごちクル」の開発・運営	2009 年 7 月	2012 年 8 月	Middle	
カヤック	柳澤大輔	クリエイティブを活かしたウェブサービスの開発，運営	1998 年 8 月	2011 年 3 月	Later/Pre-IPO	
ゆめみ	片岡俊行	モバイルサイトの企画/開発/運用．モバイルサービス構築に特化した総合開発企業．	2000 年 1 月	2007 年 10 月	Middle	
キューエンタテインメント	内海州人	家庭用ゲーム機向け，ソーシャルアプリ，携帯/スマートフォン向けなどのゲームのプロデュース，開発，販売，運営	2003 年 10 月	2009 年 3 月	Middle	
nanapi	古川健介	How to 共有サービス「nanapi（ナナピ）」の運営	2007 年 12 月	2010 年 11 月	Middle	
オークファン	武永修一	国内最大のオークションおよびショッピング統計・検索サイト『Aucfan.com（オークファン）』の運営	2007 年 6 月	2011 年 9 月	Later/Pre-IPO	IPO:マ
ピクスタ	古俣大介	国内最大のマイクロストックフォトサイト「PIXTA」の運営	2005 年 8 月	2011 年 8 月	Middle	
ビヨンド	一谷幸一	Android，iPhone でのスマートフォンアプリ企画・開発	2008 年 6 月	2012 年 3 月	Early	
ランサーズ	秋好陽介	クラウドソーシングサイト「ランサーズ」の企画・運営	2008 年 4 月	2013 年 5 月	Early	
インタラクティブブレインズ	新妻桂	携帯電話向け 3D ゲームの企画・開発・販売	2001 年 4 月	2006 年 12 月	Middle	
メタキャスト	井上大輔	インターネット/TV 動画の視聴管理，動画検索・共有サービス	2005 年 4 月	2007 年 12 月	Early	
ビープラッツ	藤田健治	BtoB 向け SaaS・eC プラットフォームの企画開発・ASP サービス提供	2006 年 11 月	2008 年 6 月	Early	

SAVAWAY	川連一豊	EC ショップ向けマルチドメインカートシステムの提供	2004 年 8 月	2010 年 4 月	Middle	
キラメックス	村田雅行	ソーシャルコマース事業「KAUPON」の運営	2009 年 2 月	2010 年 9 月	Early	
みんなのウェディング	飯尾慶介	結婚情報口コミサイト「みんなのウェディング」の運営	2010年10月	2010 年 10 月	Carve-out	
美人時計	田中慎也	ソーシャルインターネットメディア「美人時計」の運営	2010 年 2 月	2010 年 11 月	Early	
ブイキューブ	間下直晃	ビジュアルコミュニケーションツールの企画・開発・販売・運用・保守事業	1998年10月	2011 年 7 月	Later/Pre-IPO	IPO:マ
VASILY	金山裕樹	ファッションコーディネートアプリ『iQON』の運営	2008年11月	2013 年 1 月	Early	
QUIPPER LIMITED	渡辺雅之	Android，iPhone 向けモバイル教育プラットフォームの企画・開発・運営	2010年12月	2012 年 5 月	Early	
ワンオブゼム	武石幸之助	スマートフォン及びフィーチャーフォン向けコンテンツの企画・開発・運営	2011 年 1 月	2011 年 10 月	Early	
イタンジ	伊藤嘉盛	不動産メディア，不動産業務支援サービス運営	2012 年 6 月	2013 年 11 月	Early	
アイキャット	西願雅也	歯科用インプラント手術支援シミュレーションソフトウェアの開発・販売　手術支援器具の製造・販売	2003年11月	2007 年 4 月	Early	
シフト	遠藤広行	低コストかつ長距離・高速・複数同時認識が可能な次世代カラーバーコードシステム「カメレオンコード」を開発	2005 年 1 月	2009 年 12 月	Early	
絵本ナビ	金柿秀幸	子供のための絵本選びを軸にしたCGM「絵本ナビ」の運営	2001年10月	2010 年 1 月	Middle	
すららネット	湯野川孝彦	中高生対象のインタラクティブE-Learning システムの開発・運営	2008 年 8 月	2011 年 1 月	Carve-out	
日本動物高度医療センター	金重辰雄	高度医療に特化した動物病院，臨床研究，人材教育	2004 年 9 月	2007 年 5 月	Early	
IBJ	石坂茂	結婚を軸にしたライフデザインサポート	2006 年 2 月	2007 年 10 月	Early	IPO:J
フィジオス	須藤健太郎	東京大学発ベンチャー．物理法則を忠実に表現する技術を用いたiPhone, iPad 等のタッチパネル機器向けアプリケーション開発	2009 年 1 月	2010 年 11 月	Early	
ホープ	時津孝康	自治体の財源確保に特化した総合サービス事業	2005 年 2 月	2013 年 8 月	Early	
ワークスアプリケーションズ	牧野正幸	ERP パッケージ「COMPANY」の開発・販売・サポート	1997年10月	1997 年 10 月	Early	IPO:J
ドリームコーポレーション	林浩喜	ベーグル専門店，フューチャーパブ，マフィン専門店，カフェ＆ダイニングの運営	1997年12月	1997 年 12 月	Early	M&A
ネットエイジ	前刀禎明	インターネット関連事業，インベストメント&インキュベーション事業，その他事業(3D インターネット)を展開	1998年12月	1998 年 12 月	Early	IPO:マ
フィスコ	狩野仁志	国内株式，通貨，債券・金利（日本国債），商品，海外新興国の各市場のマーケットリサーチ，情報配信	1999 年 7 月	1999 年 7 月	Early	IPO:ヘ
パソナテック	森本宏一	IT 分野に特化した職種の派遣，紹介予定派遣，人材サービス最大手であるパソナグループ子会社をカーブアウト．	1998 年 8 月	1999 年 9 月	Carve-out	M&A
ビズシーク	小澤隆生	中古・リサイクル品のオークション・リバースオークションサイト「EasySeek」の開発と運営．2001 年 8 月，楽天により M&A		2000 年 3 月	Middle	M&A
GDH(現　ゴンゾ)	柄澤哲夫	デジタルアニメ制作		2000 年 8 月	Middle	IPO:マ
リアルコム	谷本肇	情報共有・ナレッジマネジメント．クラウドやモバイルデバイス対応ソリューション	2000 年 4 月	2000 年 12 月	Early	IPO:マ

インタースコープ		インターネットを利用した，ハイエインドの市場調査会社 2007年1月，ヤフーによりM&A.		2002年8月	Middle	M&A
ディアーズ･ブレイン	小岸弘和	ゲストハウスウェディング事業	2001年6月	2003年4月	Middle	M&A
マネースクウェア・ジャパン	相葉斉	「Ｍ２ＪＦＸ」（エムツージェイエフエックス）を商品名とした，外国為替証拠金取引（FX）事業	2002年10月	2003年6月	Early	IPO:ヘ
ユニバーサルソリューションシステムズ	縣将貴	情報通信業界，飲食業界を初めとした様々な市場に対して，スマートフォン，タブレット端末のソリューション提案	1996年7月	2003年12月	Later/Pre-IPO	IPO:JA
ディジタルメディアプロフェッショナル	山本達夫	高性能・低消費電力の3次元グラフィックプロセッサ開発・販売 電池駆動のモバイル機器で3次元描画を可能とする.	2002年7月	2004年9月	Early	IPO:マ
グリー	田中良和	GREEをはじめとしたインターネットメディア事業（SNS，無料ゲーム等）を展開	2004年12月	2005年7月	Early	IPO:マ
ライフネット生命保険	出口治明 岩瀬大輔	インターネットを主要チャネルとした新しい生命保険を販売	2008年5月	2008年3月	Early	IPO:マ
フォトクリエイト	白砂 晃	スポーツ・音楽・学童などイベントにおける写真撮影とインターネットを通じた販売	2002年1月	2008年7月	Later/Pre-IPO	IPO:マ
しまうまプリントシステム	永用万人	消費者向けインターネット経由写真プリントサービス．パートナー向けインターネット写真プリントシステム開発・運用	2010年5月	2010年2月	Middle	M&A
アイスタイル	吉松徹郎	化粧品・美容総合ポータルサイト@cosmeの企画・運営，関連広告サービス，マーケティング・リサーチサービスの提供	1999年7月	2011年1月	Later/Pre-IPO	IPO:マ

注：EXIT(マ：東証マザーズ，J：JASDAQ，ヘ：ヘラクレス)
出所：株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ　ホームページ(http://www.globiscapital.co.jp/)

参考文献

Hamao Yasushi, Frank Packer and Jay R. Ritter (2000) Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan, Pacific-Basin Finance Journal, 8, pp.529-558.
OECD (2003) Science, Technology and Industry Scoreboard, OECD Publication Service.
OECD (2008) Science, Technology and Industry Outlook, OECD Publication Service.OECD (2013) Entrepreneurship at a Glance 2013, OECD Publication Service.
オムロン株式会社社内資料「京都エンタープライズディベロップメント(株)」
仮屋薗聡一(2014)「ベンチャーキャピタリストという職業」立命館大学産学協同アントレプレナー教育フォーラム 2014 資料
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター編(2012)「VC 投資動向調査」.
通商産業省(1996) 「ベンチャーキャピタル投資動向調査」

株式会社グロービス ホームページ(http://www.globis.co.jp/)
株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ ホームページ(http://www.globiscapital.co.jp/)
日経金融新聞, 2007 年 3 月 7 日付
日経金融新聞, 2008 年 1 月 21 日付

設問

Q1. ベンチャーキャピタル投資について整理し，説明しなさい.

Q2. 日本のベンチャーキャピタル業界の特徴について整理し，説明しなさい.

Q3. 株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズの投資の特徴について分析しなさい.

Q4. 株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズのベンチャーキャピタリスト向けの指針「ベンチャーキャピタリスト十二訓」の一から十二のそれぞれについて，具体的事例を用いて，その意図するところを説明しなさい.

Q5. あなたは，ベンチャーキャピタリストとして，今，どの業界のどのような企業(できるだけ具体的な企業名を探すこと)に投資しますか. 仮屋薗聡一マネージング・パートナーへの投資提案書を作成しなさい.